

高端化步履坚定, 21年平稳收官

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年年报, 实现营收 301.7 亿元, 同比增长 8.7%; 实现归母净利润 31.6 亿元, 同比增长 43.3%; 实现扣非归母净利润 22.1 亿元, 同比增长 21.5%。其中 21Q4 实现营收 33.9 亿元, 同比增长 1.7%, 实现归母净利润-4.6 亿元, 去年同期为 -7.8 亿元。同时, 拟每股派发现金股利 1.10 元(含税)。
- **主品牌占比持续攀升, 带动吨价明显上行。**量方面, 公司全年实现啤酒销量 793 万吨, 同比增长 1.4%。公司持续推进产品结构升级, 销量结构优化明显: 主品牌实现销量 432.0 万吨, 同比增长 11.6%, 其中高档以上啤酒实现销量 52 万吨, 同比增长 14.4%; 其他品牌实现销量 360 万吨, 同比下降 8.6%。价方面, 得益于纯生及 1903 以上产品的快速放量, 主品牌吨价同比上升 2.8% 至 4573 元/吨; 此外公司持续推进山东及华北地区听装崂山对罐装崂山的替代, 其他品牌吨价同比上升 7.2% 至 2744 元/吨。中高端产品占比持续攀升, 带动公司整体吨价同比上升 7% 至 3742 元/吨。分区域来看, 沿黄一带优势区域山东及华北地区实现量价齐升, 销量分别同比+3.4%/+6.8%, 收入分别同比+6%/+5%; 沿海一带弱势地区降费明显, 华南/华东/东南地区销售费用分别同比下降 2%/5%/1%, 且东南地区成功扭亏为盈。公司全国化布局稳扎稳打, 沿黄区域推进产品结构升级叠加长江以南地区降费增利, 预计 22 年公司业绩将维持高增。
- **成本端压力凸显, 降费提效与征收补偿增厚利润。**2021 年公司毛利率为 36.7%, 同比上升 1.4pp, 其中 Q4 单季度毛利率为 -18%, 同比下降 47pp。21H2 以来受关键原材料大麦、包材等价格持续上涨影响, 行业整体成本承压, 且由于: 1) 酒企普遍采取提前锁价规避原料价格波动, 高价原料影响自 Q3 起在报表端体现; 2) 进入淡季啤酒需求疲软, 销量下滑削弱规模效应, 成本压力凸显致使 21Q4 毛利率承压明显。费用率方面, 销售费用同比上升 0.7pp 至 13.6%, 主要由于公司加大品牌宣传力度, 以及同期因新冠疫情减免社保费用所致; 管理费用率保持稳定, 同比下降 0.4pp 至 5.6%。公司 21 年 12 月收到政府杨家群货场土地收储补偿款, 扣除税费等相关支出后为公司贡献 4.36 亿净利润。成本端持续承压下, 通过产品结构优化及提升费用投放效率, 致使公司全年整体净利率提升 2.4pp 至 10.8%。
- **提价落地缓释成本压力, 结构升级护航长期业绩。**进入 2022 年以来, 行业成本端如铝材、大麦等原料价格持续上行, 公司在 21 年淡季针对白啤、1903 等产品开启提价, 目前渠道反馈提价传导顺利, 预计对利润端提振效果将于 22 年旺季体现。此外公司白啤品类高增态势延续, 预计 22 年增速将超过 40%; 沿黄一带地区结构升级稳扎稳打, 主品牌占比有望突破 25%。伴随公司以青岛 1903 酒吧为核心的线下沉浸式营销活动对消费者心智的持续占领, 公司高端啤酒竞争优势将进一步扩大, 长期业绩有望稳中向好。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年 EPS 分别为 2.43 元、2.81 元、3.10 元, 对应动态 PE 分别为 32 倍、28 倍、25 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险, 新冠疫情反复风险, 高端化竞争加剧风险。

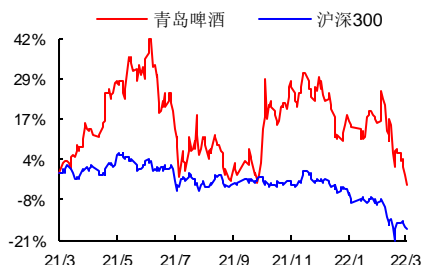
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	301.67	328.92	360.91	387.03
增长率	8.67%	9.03%	9.73%	7.24%
归属母公司净利润(亿元)	31.55	33.21	38.37	42.27
增长率	43.34%	5.26%	15.52%	10.18%
每股收益 EPS(元)	2.31	2.43	2.81	3.10
净资产收益率 ROE	13.69%	13.05%	3.70%	13.75%
PE	34	32	28	25
PB	4.47	4.05	3.68	3.35

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn
联系人: 舒尚立
电话: 023-63786049
邮箱: ssl@swsc.com.cn
联系人: 王书龙
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn
联系人: 夏霖
电话: 021-58351959
邮箱: xialj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.64
流通 A 股(亿股)	6.96
52 周内股价区间(元)	78.0-115.81
总市值(亿元)	1,064.20
总资产(亿元)	453.29
每股净资产(元)	17.15

相关研究

1. 青岛啤酒(600600): 销量短期承压明显, 结构升级持续推进 (2021-10-31)
2. 青岛啤酒(600600): 主品牌快速扩容, 全国化扩张提速 (2021-08-26)
3. 青岛啤酒(600600): 百年青啤带风沐雨, 结构升级乘风破浪 (2021-06-22)

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	301.67	328.92	360.91	387.03	净利润	32.56	34.27	39.60	43.62
营业成本	190.91	204.66	221.71	235.29	折旧与摊销	10.91	6.21	6.62	6.98
营业税金及附加	23.19	24.67	26.35	27.48	财务费用	-2.43	-4.58	-5.09	-5.32
销售费用	40.97	44.08	48.00	51.09	资产减值损失	-1.89	-1.89	-1.89	0.00
管理费用	16.93	18.42	19.85	20.90	经营营运资本变动	-38.96	2.41	-16.41	-20.81
财务费用	-2.43	-4.58	-5.09	-5.32	其他	60.24	-1.17	-1.28	-3.07
资产减值损失	-1.89	-1.89	-1.89	0.00	经营活动现金流净额	60.43	35.25	21.55	21.41
投资收益	1.86	1.50	1.50	1.50	资本支出	-4.08	-6.00	-6.00	-6.00
公允价值变动损益	2.53	2.53	1.50	1.50	其他	-98.42	2.03	1.00	1.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-102.50	-3.97	-5.00	-5.00
营业利润	44.55	47.60	54.99	60.59	短期借款	-4.57	-2.46	0.00	0.00
其他非经营损益	0.24	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	44.79	47.60	54.99	60.59	股权融资	2.81	0.00	0.00	0.00
所得税	12.23	13.33	15.40	16.97	支付股利	0.00	-12.62	-13.29	-15.35
净利润	32.56	34.27	39.60	43.62	其他	-14.37	7.21	5.09	5.32
少数股东损益	1.01	1.06	1.23	1.35	筹资活动现金流净额	-16.14	-7.87	-8.19	-10.03
归属母公司股东净利润	31.55	33.21	38.37	42.27	现金流量净额	-58.29	23.41	8.36	6.38
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	145.98	169.39	177.75	184.12	成长能力				
应收和预付款项	3.53	4.62	4.91	5.24	销售收入增长率	8.67%	9.03%	9.73%	7.24%
存货	34.93	37.43	40.55	43.04	营业利润增长率	37.07%	6.86%	15.52%	10.18%
其他流动资产	105.15	104.78	112.27	118.38	净利润增长率	39.94%	5.26%	15.52%	10.18%
长期股权投资	3.66	3.66	3.66	3.66	EBITDA 增长率	35.91%	-7.15%	14.80%	10.13%
投资性房地产	0.26	0.26	0.26	0.26	获利能力				
固定资产和在建工程	109.10	110.09	110.66	110.88	毛利率	36.71%	37.78%	38.57%	39.21%
无形资产和开发支出	37.88	36.81	35.74	34.66	三费率	18.39%	17.61%	17.39%	17.23%
其他非流动资产	25.14	27.02	28.89	30.76	净利率	10.79%	10.42%	10.97%	11.27%
资产总计	465.63	494.05	514.68	531.01	ROE	13.69%	13.05%	13.70%	13.75%
短期借款	2.46	0.00	0.00	0.00	ROA	6.99%	6.94%	7.69%	8.22%
应付和预收款项	63.25	63.44	69.71	74.50	ROIC	41.02%	30.78%	31.82%	29.10%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.58%	14.97%	15.66%	16.08%
其他负债	161.99	167.90	155.96	139.22	营运能力				
负债合计	227.69	231.34	225.67	213.72	总资产周转率	0.69	0.69	0.72	0.74
股本	13.64	13.64	13.64	13.64	固定资产周转率	2.95	3.19	3.39	3.57
资本公积	39.56	39.56	39.56	39.56	应收账款周转率	141.07	173.85	142.03	149.66
留存收益	177.19	197.78	222.87	249.80	存货周转率	5.63	5.66	5.68	5.63
归属母公司股东权益	230.02	253.72	278.81	305.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.86%	—	—	—
少数股东权益	7.92	8.98	10.20	11.56	资本结构				
股东权益合计	237.94	262.70	289.01	317.29	资产负债率	48.90%	46.83%	43.85%	40.25%
负债和股东权益合计	465.63	494.05	514.68	531.01	带息债务/总负债	1.08%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.59	1.70	1.86	2.08
					速动比率	1.39	1.50	1.63	1.83
					股利支付率	0.00%	38.00%	34.62%	36.31%
					每股指标				
					每股收益	2.31	2.43	2.81	3.10
					每股净资产	17.44	19.25	21.18	23.26
					每股经营现金	4.43	2.58	1.58	1.57
					每股股利	0.00	0.93	0.97	1.12
业绩和估值指标									
	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	53.03	49.24	56.52	62.25					
PE	33.73	32.04	27.74	25.17					
PB	4.47	4.05	3.68	3.35					
PS	3.53	3.24	2.95	2.75					
EV/EBITDA	16.38	17.07	14.68	13.20					
股息率	0.00%	1.19%	1.25%	1.44%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn